

Les financements et placements des ménages et des entreprises en 2002

Après une phase de croissance soutenue et de forte valorisation boursière, l'année 2002, plus encore que 2001, a été marquée par le ralentissement économique, avec une croissance de 1,2 % bien inférieure à son rythme tendanciel, et une dépression sur les marchés financiers, l'indice CAC 40 chutant de 24,4 %, après une baisse de 20 % en 2001. En outre, si le mouvement de baisse des taux d'intérêt a continué d'alléger la charge de la dette des entreprises, il a réduit, en même temps, les intérêts nets reçus par les ménages.

La conjoncture économique et financière, défavorable en 2002, a affecté les revenus des ménages et des entreprises : les premiers ont nettement décéléré alors que les seconds baissaient. En réponse à de telles évolutions, tous ont limité la croissance de leurs dépenses, sans la freiner de manière trop brutale. Les ménages ont accru leur épargne financière, et les entreprises ont réduit leur besoin de financement, sans toutefois le ramener à son faible niveau d'avant 2001.

Le parallèle s'arrête là. Des situations financières dissemblables ont pesé, en 2002, sur les modes de financement des dépenses, comme sur le montant et l'orientation des placements. Les ménages ont emprunté davantage et n'ont que légèrement diminué leurs placements. Les entreprises ont freiné leur endettement et ont réduit de manière drastique leurs placements.

Toutefois, les placements effectués en 2002 ont présenté des similitudes par les choix de portefeuille. Les ménages ont très nettement privilégié l'assurance-vie, et les entreprises ont fortement investi en titres d'OPCVM, mais les uns et les autres se sont, de nouveau, tournés vers les placements en actions, malgré la chute des cours boursiers.

John BAUDE

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Études et Statistiques des opérations financières*

1. Le financement des ménages

1.1. Moins de revenu disponible, davantage de crédit

Le ralentissement de l'économie française intervenu en 2002 s'est traduit sur le marché du travail par une moindre croissance de l'emploi et du salaire par tête, qui a affecté les rémunérations des ménages. Après une augmentation de 4,9 % en 2000 et 2001, en moyenne annuelle, elles n'ont progressé que de 3,6 % l'an dernier. Le fléchissement est encore un peu plus marqué en termes réels : la hausse du pouvoir d'achat des rémunérations a atteint seulement 1,6 % en 2002, contre 3,3 % en 2001, soit un niveau proche du rythme tendanciel observé durant ces vingt-cinq dernières années.

En revanche, l'évolution des revenus nets de la propriété, qui se sont établis à 91,3 milliards d'euros en 2002, soit 9,2 % du revenu disponible, après 95,6 milliards en 2001, marque une rupture au regard de la tendance des années antérieures. Ce niveau, encore très élevé, est néanmoins en recul de 0,8 point, après une longue phase d'augmentation ininterrompue, cumulant 5,9 points entre 1988 et 2001. Les intérêts reçus par les ménages, en particulier, se sont élevés à 42,6 milliards d'euros en 2002, après 47,7 milliards en 2001. La croissance plus modérée depuis 1999 des placements rémunérateurs d'intérêts¹ pour les ménages et la baisse des taux d'intérêt à court terme (le taux des bons du Trésor à 3 mois a fléchi de 0,4 point en 2002, tandis que le taux de l'emprunt phare à 10 ans a été stable) ont affecté ces revenus (cf. encadré). Les intérêts nets n'ont rapporté que 9,4 milliards d'euros, contre 15 milliards en 2001. Les dividendes, en forte augmentation entre 1998 et 2001, progressant de près de 2,6 points de revenu disponible, soit 28 milliards d'euros environ en quatre ans, ont diminué très légèrement en 2002, à 45,4 milliards, contre 45,9 milliards en 2001.

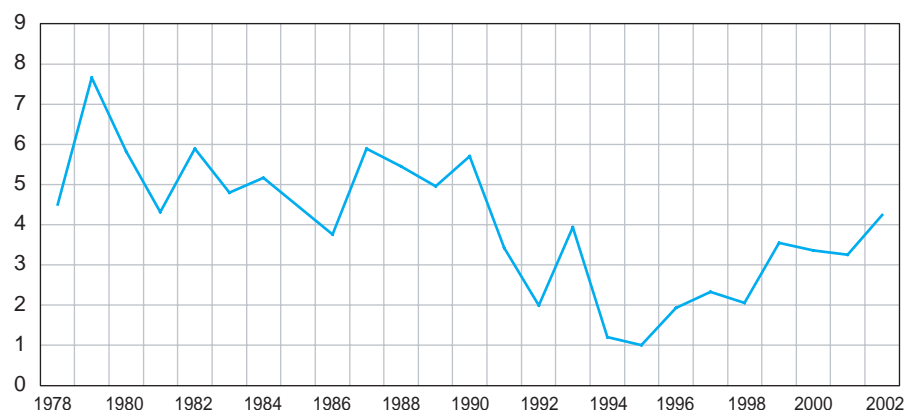
En dépit d'une moindre progression des cotisations sociales et de l'impôt sur le revenu, et malgré une hausse plus soutenue des prestations sociales, la croissance du revenu disponible a ralenti en 2002 de 0,9 point, et n'a pas dépassé 3,9 %.

En réaction à cette évolution de leur revenu disponible, les ménages ont accru le recours au crédit pour leurs dépenses, comparé aux années 2000 et 2001, retrouvant leur comportement du début des années quatre-vingt-dix. Les flux de crédit ont augmenté en 2002 d'un montant équivalent à 1 point du revenu disponible, dont ils ont représenté ainsi 4,2 %, sans toutefois retrouver le niveau moyen des années quatre-vingt (5 %).

¹ Dans la nomenclature de la comptabilité nationale, on comprend sous cette appellation de « placements rémunérateurs d'intérêts » les rubriques suivantes : les « autres dépôts » (c'est-à-dire les placements à vue et à échéance ainsi que l'épargne contractuelle), les « titres autres qu'actions » (essentiellement les obligations et les titres de créances négociables) et les « réserves techniques d'assurances ».

Flux de crédits octroyés aux ménages

(en % du revenu disponible)



Les emprunts à long terme, c'est-à-dire d'une échéance supérieure à un an, sont demeurés nettement prépondérants, mais le poids des encours de crédit à court terme a augmenté, après le creux observé durant la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, pour représenter 7,7 % du total en 2002. La détérioration du marché du travail et l'incertitude qu'elle a engendrée ont peut-être conduit les ménages à rechercher des prêts de plus brève échéance.

La baisse des taux d'intérêt sur les crédits a incité à emprunter davantage. Après une hausse en 2000, les taux sont restés stables en 2001, avant de diminuer, en 2002, de 0,5 point pour le crédit à la consommation, et de 0,7 point pour celui à l'habitat. Les économies ainsi réalisées sur le revenu disponible ont été toutefois minimales : elles sont estimées à environ 1 milliard d'euros ², soit 3 % des intérêts versés.

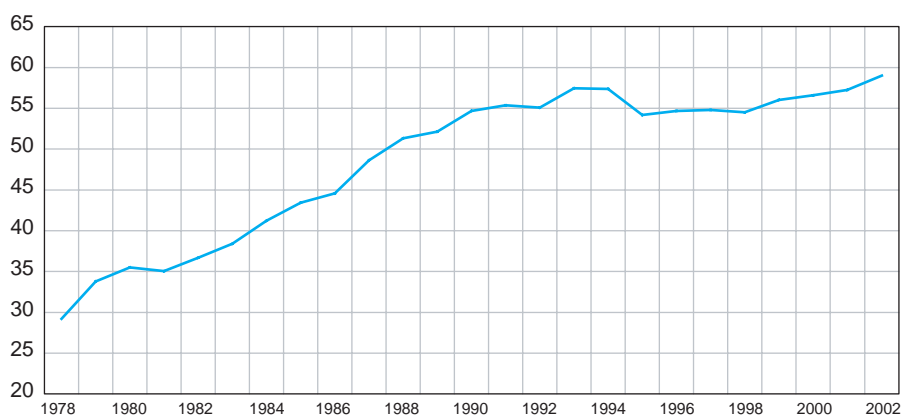
Au total, la dette des ménages ³ a progressé, en 2002, de 1,8 point du revenu disponible, dont 1,5 point pour sa composante de long terme, atteignant 59 % de ce même revenu. Cet accroissement conforte une tendance apparue dès 1999, en rupture avec la relative stabilité de ce ratio autour de 55 % durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. L'augmentation du taux d'endettement des ménages a été toutefois nettement moins rapide que celle observée tout au long de la décennie quatre-vingt.

² Il s'agit d'une évaluation grossière qui repose sur la relation, assez étroite depuis 1991 et estimée sur cette période, entre le taux apparent de la dette des ménages et le taux de base bancaire. La baisse de ce dernier, de 0,4 point en 2002, est censée, d'après cette relation, se répercuter sur le taux apparent pour un peu moins de la moitié la première année.

³ La dette des ménages prend en compte le total des prêts qu'ils ont contractés. Elle inclut notamment les crédits octroyés par les agents non financiers, eux aussi rémunérateurs d'intérêts. Le traitement est identique pour les entreprises, dont la dette comprend, en outre, le passif en obligations et titres de créances négociables (TCN).

Dettes des ménages

(en % du revenu disponible brut)

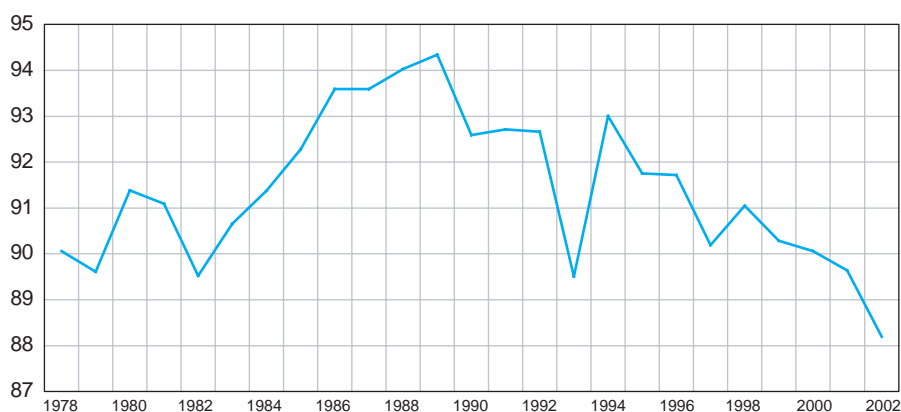


1.2. Une épargne en augmentation

Le recours au crédit a évité un ralentissement plus marqué de la consommation et de l'investissement-logement. Toutefois, si l'on considère les ressources dont ont disposé les ménages, à savoir le revenu disponible et les flux de crédit, ceux-ci ont moins dépensé que par le passé. Le ratio comparant leurs dépenses aux ressources s'est inscrit en nette baisse, plus prononcée que lors des récessions de 1982 et 1993. Le recours au crédit n'est donc pas le signe d'une dérive dépensière des ménages, plutôt enclins à freiner leur consommation et leur investissement-logement au profit de l'épargne.

Ratio des dépenses des ménages (consommation et investissement) sur leurs ressources (revenu disponible brut et flux de crédits)

(en %)

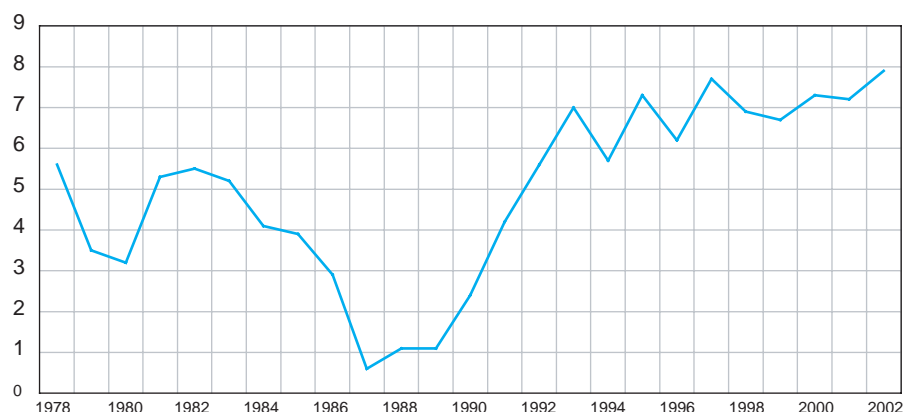


En effet, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 0,5 point en 2002, pour s'établir à 16,7 %, son niveau le plus élevé depuis 1982. Cette évolution a prolongé la hausse observée en 2001, et renoué avec la tendance du début des années quatre-vingt-dix, interrompue par la reprise économique de la seconde moitié de la décennie. En revanche, la part du revenu disponible consacrée à l'investissement-logement s'est maintenue à 8,6 %, soit le niveau moyen observé depuis 1993. Cette catégorie de dépenses n'a pas profité de la baisse des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers, tant fixes que variables, revenus à leur niveau de 1999, après une légère progression en 2000 et 2001. En revanche, elle a semblé être freinée par la croissance du prix de l'investissement-logement, qui a nettement accéléré en 2001 et est restée soutenue au rythme de 2,8 % en 2002.

Dans ces conditions, le taux d'épargne financière des ménages a également augmenté, en 2002, de 0,7 point, pour s'élever à 7,9 % du revenu disponible, la capacité de financement des ménages représentant 5,1 % du PIB.

Taux d'épargne financière des ménages

(en % du revenu disponible)



2. Le financement des sociétés

2.1. Des taux de marge et d'épargne en recul

Le taux de marge des sociétés, sensible au cycle du fait de l'ajustement progressif de l'emploi à la croissance et d'une politique de fixation des prix censée refléter les tensions sur les marchés des biens, a diminué, dans cette phase de ralentissement de l'activité, de 0,6 point en 2002, à 32 %. L'évolution des revenus nets de la propriété versés aux créanciers ou aux actionnaires n'a pas permis de contrecarrer ce mouvement, si bien que le taux d'épargne des sociétés est demeuré légèrement orienté à la baisse, revenant de 16,4 % en 2001 à 16 % en 2002, son plus bas niveau depuis 1985.

En 2002, la conjoncture boursière très dégradée n'a pas diminué le montant des dividendes nets versés, en forte augmentation en 2000 (2 points de valeur ajoutée des entreprises). Ceux-ci ont progressé de 0,6 point ⁴, atteignant 6,7 % de cette même valeur ajoutée. Cette hausse résulte moins des dividendes versés, en augmentation de 0,1 point seulement, que de ceux reçus, en baisse de 0,5 point. Le poids, dans la valeur ajoutée, des intérêts nets versés a peu varié. L'accroissement passé de la dette ⁵ a continué de peser sur les intérêts versés, mais cet effet a été plus que compensé par la baisse du taux apparent, si bien que la charge de la dette a diminué de 0,2 point, pour représenter 8,2 % (cf. encadré).

2.2. Les entreprises se sont peu endettées en 2002

Le ralentissement de l'activité a conduit les entreprises à réduire leurs stocks (– 4,3 milliards d'euros), qui n'avaient cessé de croître depuis 1997, et à freiner leurs dépenses d'investissement. L'effet « décélérateur » a entraîné une baisse du taux d'investissement en valeur, hors stocks, de 20 % en 2001 à 19 % en 2002. Le taux d'investissement est resté ainsi relativement soutenu, supérieur au niveau observé durant la majeure partie du cycle, de 1993 à 1999, mais il a fléchi davantage que le taux d'épargne. De ce fait, le taux d'autofinancement est remonté à 83,9 %, contre 82 % en 2001, restant très en deçà du niveau moyen de 95,3 % observé entre 1992 et 1999.

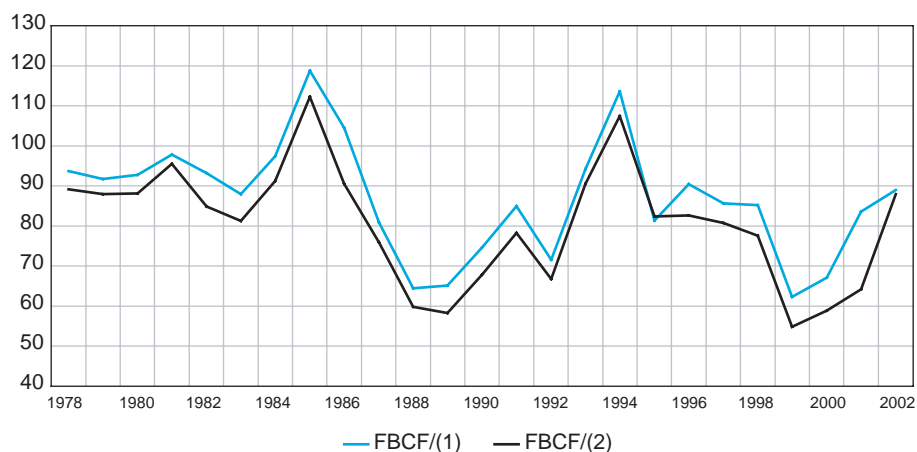
Les entreprises se sont peu endettées en 2002. Les financements par crédit bancaire et par émission de titres (TCN et obligations) ont nettement diminué. Leur rapport à la valeur ajoutée des entreprises est tombé de 14,7 % en 2001, à 5,7 % en 2002. Dans ces conditions de faible épargne et de faible endettement, la part des ressources (épargne et financements) consacrées à l'investissement physique a continué de se redresser, pour retrouver un niveau moyen (cf. graphique ci-après). Cet indicateur confirme le caractère « normal » de l'effort d'investissement des entreprises au regard de leur situation financière.

⁴ Cette augmentation, qui représente 0,3 point de PIB, a profité essentiellement aux institutions financières, dont les dividendes nets reçus ont augmenté de 0,3 point, et, dans une moindre mesure, aux non-résidents (0,1 point), tandis que ceux des ménages ont diminué de 0,1 point.

⁵ La dette dont il est ici question comprend les opérations rémunératrices d'intérêts au passif des sociétés non financières : crédits, titres de créances négociables et obligations.

Ratio investissement/ressources des sociétés non financières (1) ou (2)

(en %)



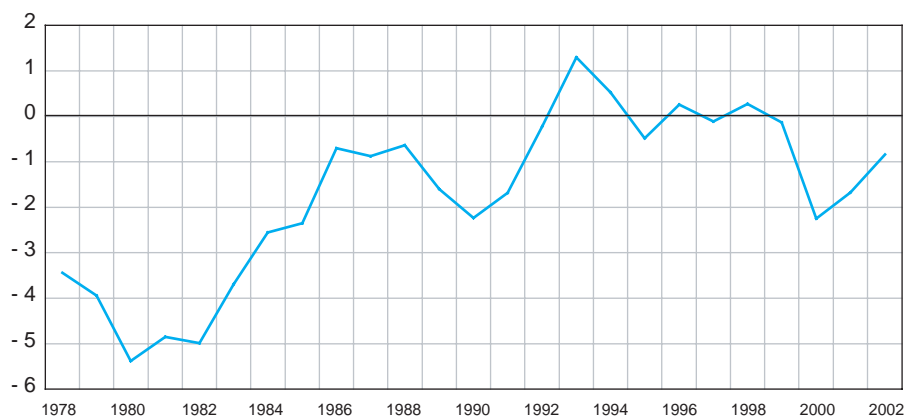
(1) Épargne et flux de crédit

(2) Épargne et flux de crédit, de TCN et d'obligations

Même si le taux d'épargne a diminué, la baisse du taux d'investissement et le déstockage ont ramené, en 2002, le besoin de financement des sociétés non financières à 0,8 % du PIB (contre 1,7 % en 2001), atténuant largement le fort gonflement intervenu en 2000 (2,3 % du PIB) après plusieurs années de quasi-équilibre.

Capacité de financement des sociétés

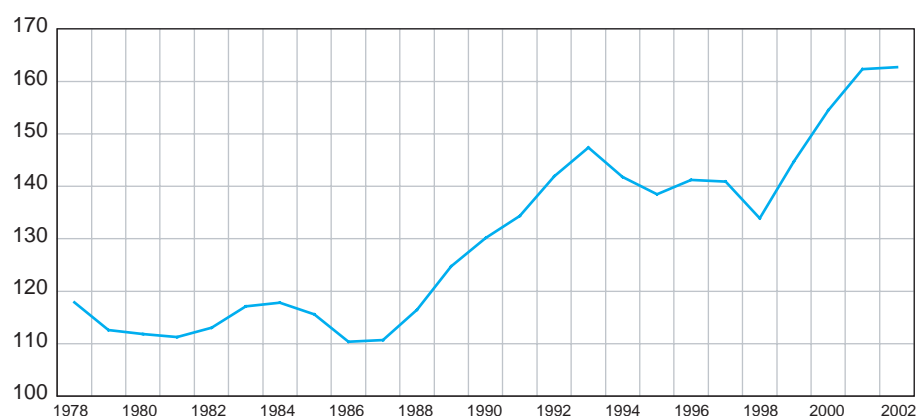
(en % du PIB)



En 2001, les entreprises avaient réduit leurs flux de financement par le crédit d'un montant équivalent à 6 points de valeur ajoutée et accru leurs flux d'émissions de TCN et d'obligations d'environ 3 points. En 2002, les deux modes de financement ont évolué de manière négative : les flux de crédit ont perdu 2,1 points de valeur ajoutée et les émissions de titres 7 points, dont 4,3 pour les obligations. Cette contraction des flux a infléchi l'évolution de la dette des entreprises, constituée des crédits et des titres émis. Après avoir augmenté entre 1999 et 2001 de près de 10 points en moyenne chaque année, elle a progressé de moins d'un demi point, en 2002, atteignant 162,7 % de la valeur ajoutée. Ce ralentissement a principalement concerné la composante de court terme (crédit d'une échéance inférieure à un an et TCN), qui s'était fortement accrue en 2000.

Dette des sociétés non financières (crédits et titres hors actions)

(en % de la valeur ajoutée)



Les entreprises ont limité leur endettement, tout en augmentant leurs fonds propres, malgré la chute des cours de la Bourse. Après le vif essor de la période 1999-2001, les émissions d'actions ont retrouvé un niveau (9,4 % de la valeur ajoutée) conforme à la dynamique en vigueur depuis le milieu des années quatre-vingt.

3. Les émissions de titres sur les marchés financiers

3.1. Relative stabilité des émissions de TCN et d'obligations

Au besoin de financement limité des entreprises, se sont ajoutés ceux, plus importants, des non-résidents (1,5 % du PIB) et des administrations publiques (3,1 %). Le reste du monde a dégagé un besoin de financement depuis la récession de 1993, quasi stable depuis 2000. En revanche, l'assainissement des finances publiques, amorcé après la forte détérioration intervenue lors de la récession de 1993, a laissé place à une dégradation du déficit public de 1,7 point de PIB en 2002. Le besoin de financement global de ces trois secteurs débiteurs a augmenté

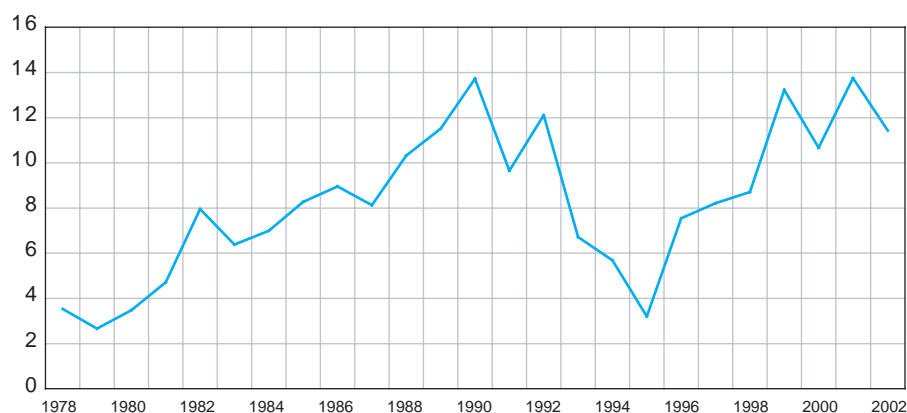
de 0,9 point de PIB en 2002, pour atteindre 5,5 %, excédant le niveau moyen de 5 % autour duquel il avait oscillé depuis la récession de 1993.

L'évolution des besoins de financement de chacun de ces secteurs s'est répercutée sur les émissions de titres (hors actions) : celles des entreprises ont chuté de manière drastique, de 56,2 milliards d'euros en 2001 à 2,1 milliards en 2002 ; celles émises par le reste du monde et acquises par les agents résidents ont légèrement diminué, à 61,2 milliards d'euros en 2002, contre 66 milliards en 2001, tandis que celles des administrations publiques se sont accrues, à 58,4 milliards d'euros, contre 34,2 l'année précédente.

Agrégées, les émissions de titres hors actions de ces trois secteurs ont représenté 8 % du PIB, en repli de 2,6 points par rapport à 2001. Tous secteurs confondus et institutions financières comprises, les émissions de TCN et d'obligations ont diminué d'environ 1 point. D'un montant équivalent à 11,4 % du PIB, elles se sont maintenues à des niveaux voisins de ceux observés au début des années quatre-vingt-dix.

Émissions de TCN et d'obligations, tous secteurs confondus

(en % du PIB)

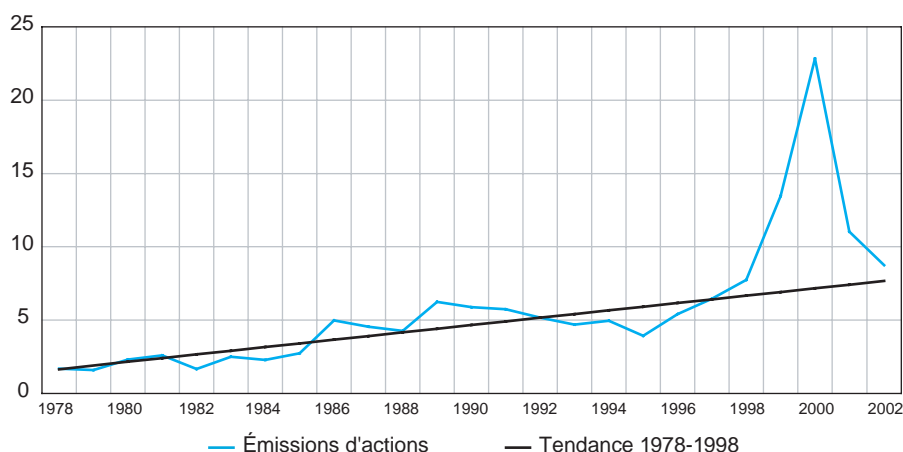


3.2. Résistance des émissions d'actions à la chute de la Bourse

Après une très forte augmentation entre 1999 et 2001, les émissions d'actions de tous les secteurs se sont nettement repliées en 2002, à l'instar de la Bourse. Leur montant, équivalent à 8,7 % du PIB, a retrouvé un niveau voisin de la tendance enregistrée avant cette période, l'année 2002 traduisant ainsi un retour à la normale. Plus de la moitié des actions ont été émises par les sociétés, et non plus par les agents non résidents comme pendant les années 1999 et 2000, marquées par de nombreuses opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. Le poids des non-résidents (40,3 % en 2002) demeure toutefois élevé.

Émissions d'actions, tous secteurs

(en % du PIB)



Le montant des émissions de titres d'OPCVM⁷, après avoir atteint 8,2 % du PIB en 2000, à la faveur de l'envolée des cours boursiers, a très légèrement décliné, à 5,7 %, après 6 % en 2001.

4. Les placements des ménages et des entreprises

4.1. Pour les ménages, l'assurance-vie toujours, les actions de nouveau

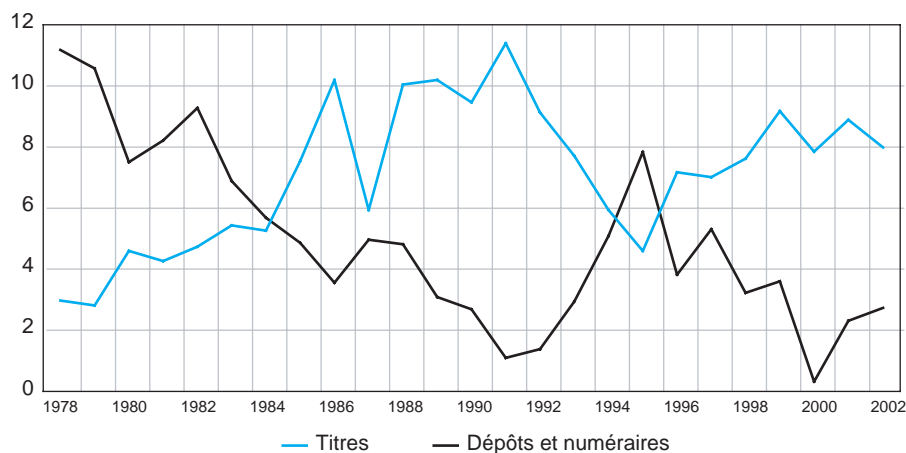
Les évolutions observées sur les marchés financiers se sont répercutées dans les flux de placements effectués par les ménages, principaux créanciers de l'économie. Ceux-ci ont encore privilégié les placements en titres, directs ou indirects⁸, plutôt que les dépôts et numéraire, dont les flux de placements ont légèrement progressé à 27 milliards d'euros en 2002, contre 21,9 milliards en 2001, principalement du fait des dépôts à vue, l'épargne contractuelle, après un recul en 2000 et 2001, restant à un niveau bien inférieur à celui des années quatre-vingt-dix. Au total, ils n'ont pas excédé 2,7 % du revenu disponible des ménages, contre 8 % pour les placements en titres.

⁷ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

⁸ Ils regroupent les flux d'émissions de TCN, d'obligations, d'actions et participations, de titres d'OPCVM et de réserves techniques d'assurances

Placements des ménages en dépôts et numéraire et en titres

(en flux et en % du revenu disponible)

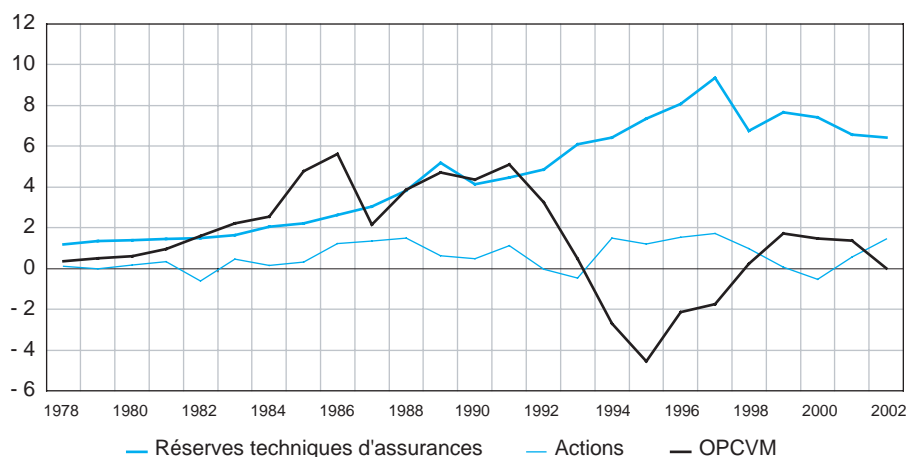


Les réserves techniques d'assurances demeurent privilégiées dans les placements en titres des ménages. Les flux, relativement stables, ont atteint 63,4 milliards d'euros en 2002, soit 6,4 % du revenu disponible des ménages, et un peu plus de 80 % de leur capacité de financement.

Malgré la chute des cours boursiers, les ménages ont acquis davantage d'actions et autres participations en 2002 (14,4 milliards d'euros) qu'en 2001 (5,3 milliards). Ces placements ont absorbé 18,5 % de leur capacité de financement, contre respectivement 24,9 % et 22,4 % en 1996 et 1997, années de forte valorisation boursière. Ces achats d'actions ont essentiellement porté sur des actions non cotées (10,8 milliards d'euros) comme on l'observe traditionnellement, sauf durant la récession de 1993. Ils semblent avoir été réalisés au détriment des investissements en titres d'OPCVM. Sans connaître la désaffection du milieu des années quatre-vingt-dix, ces derniers sont devenus nuls, contre 13 à 15 milliards d'euros entre 1999 et 2001.

Placements des ménages

(en flux et en % du revenu disponible)



Les ménages ont souscrit des TCN, pour de très faibles montants (2,6 milliards d'euros), et ont délaissé les obligations et les titres d'OPCVM. La forte hausse des cours boursiers, durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les avait détournés des placements obligataires. À l'inverse, la chute des cours en 2001 les avait conduits à des achats d'obligations (4,3 milliards d'euros). Ce retournement ne s'est pas confirmé en 2002. Les ménages ont vendu des obligations pour un montant de 1,6 milliard d'euros, la baisse continue des rendements obligataires en termes réels ayant sans doute contribué à cette évolution.

4.2. Les placements des sociétés : les actions et les titres d'OPCVM

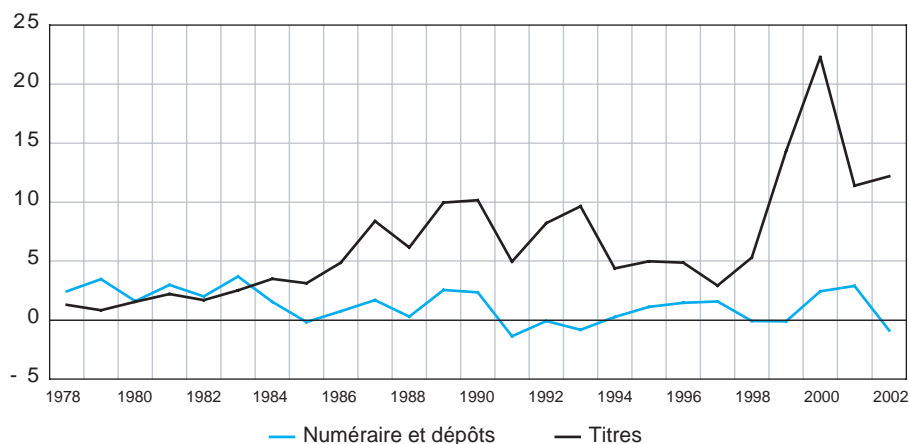
Les flux de placements des sociétés ont nettement fléchi en 2002, à 119,2 milliards d'euros, contre 225,5 milliards en 2001. Cette contraction a particulièrement touché les dépôts et le numéraire qui, après avoir fortement augmenté en 2000 et 2001, ont diminué en 2002 sous l'effet du ralentissement économique. Les flux de placements en titres⁹ sont restés quasi stables en 2002, après avoir chuté en 2001, et sont demeurés bien supérieurs à leur niveau antérieur aux années 1999-2000, marquées par un brusque et fort accroissement, encore non totalement effacé.

Les entreprises ont délaissé les obligations : leurs souscriptions se sont élevées à 1 milliard d'euros, contre 13 milliards en 2001. Les placements en TCN, en chute en 2001, ont augmenté légèrement, mais sont restés à des niveaux bien inférieurs à ceux des années 1999 et 2000. TCN et obligations ont été, en 2002, souscrits de façon beaucoup plus large par les institutions financières et, dans une mesure nettement moindre par les non-résidents, comparé aux années 2000 et 2001.

⁹ Même définition que pour les ménages

Placements en numéraire et dépôts et sur les marchés financiers

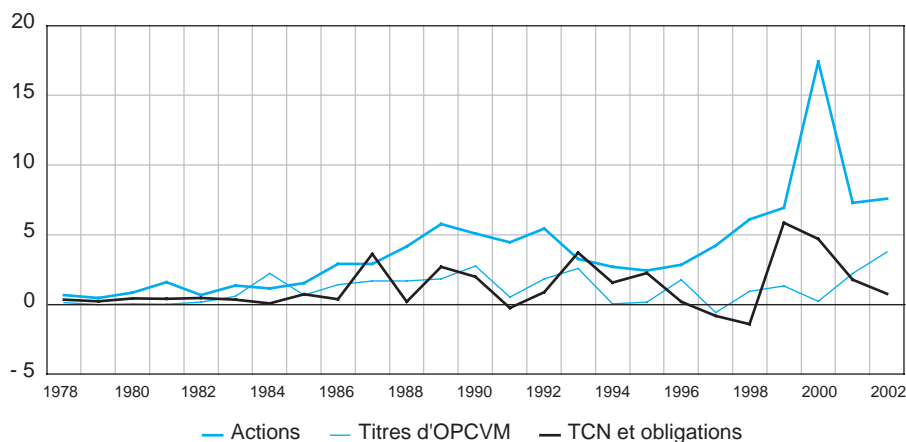
(en flux et en % de la valeur ajoutée)



En revanche, les placements des entreprises en actions et titres d'OPCVM ont progressé. Ceux en actions ont atteint 60,3 milliards d'euros, contre 56,7 milliards en 2001, leur niveau le plus élevé de ces dernières années, hormis l'année record 2000 et sa vague d'opérations de fusions-acquisitions. L'augmentation a été encore plus nette pour les titres d'OPCVM : 30 milliards d'euros souscrits en 2002, contre 17,3 milliards en 2001.

Placements des sociétés

(en flux et en % de la valeur ajoutée)



Encadré

Contributions des encours et des taux à l'évolution des flux d'intérêts reçus et versés par les ménages et les sociétés en proportion du PIB i : intérêts reçus ou versés E : encours, actif ou passif r : taux d'intérêt apparent Y : PIB Δx : variation de x

$$\frac{i}{Y} = r \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

$$\Delta \left(\frac{i}{Y} \right) = \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right) + r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right) + \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

$$\frac{i}{Y} - \frac{i_0}{Y_0} = \sum \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right) + \sum r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right) + \sum \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

Cette formulation¹⁰ permet de calculer les contributions des taux et des encours au montant des flux d'intérêts rapportés au PIB, et non à leurs variations. Elles sont

déterminées cependant à une constante près $\left(\frac{i_0}{Y_0} \right)$. Pour date initiale 0 par rapport à laquelle sont mesurées les évolutions, on prendra 1978, première année disponible pour les flux d'intérêts, afin d'avoir les variables sur la plus longue période possible.

$\sum \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right)$: contribution du taux d'intérêt apparent à l'évolution des flux d'intérêt en pourcentage du PIB

$\sum r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$: contribution de l'encours à l'évolution des flux d'intérêt en pourcentage du PIB

$\sum \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$: effet résiduel

La contribution des taux apparents au solde des flux d'intérêts devient :

$$\sum \Delta r_A \left(\frac{E_{A-2} + E_{A-1}}{2Y_{-1}} \right) - \sum \Delta r_P \left(\frac{E_{P-2} + E_{P-1}}{2Y_{-1}} \right)$$

A et P désignant l'actif et le passif

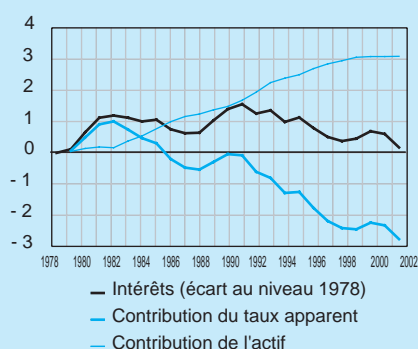
¹⁰ Par souci de simplification, on ne mentionne pas l'indice de temps par rapport auquel on somme car ces calculs ne sont pas développés par la suite.

Le passif des ménages comprend les crédits à court et long termes ; celui des sociétés inclut, en outre, les titres de créances négociables et les obligations.

L'actif des ménages couvre les autres dépôts (placements à vue et à échéance, épargne contractuelle), les TCN, les obligations, les OPCVM¹¹ et les réserves techniques d'assurances ; celui des sociétés prend en compte, de plus, les prêts de court et long termes.

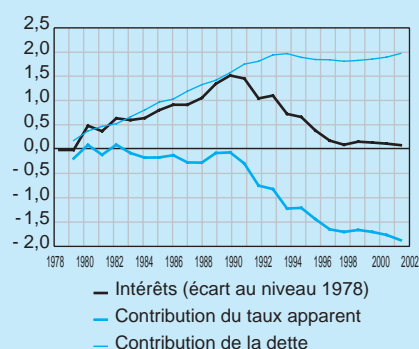
Intérêts reçus par les ménages

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



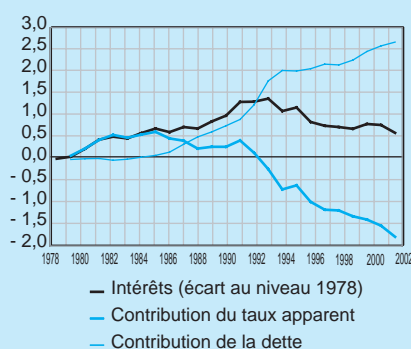
Intérêts versés par les ménages

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



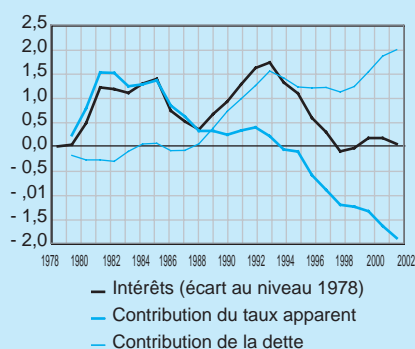
Intérêts reçus par les sociétés

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



Intérêts versés par les sociétés

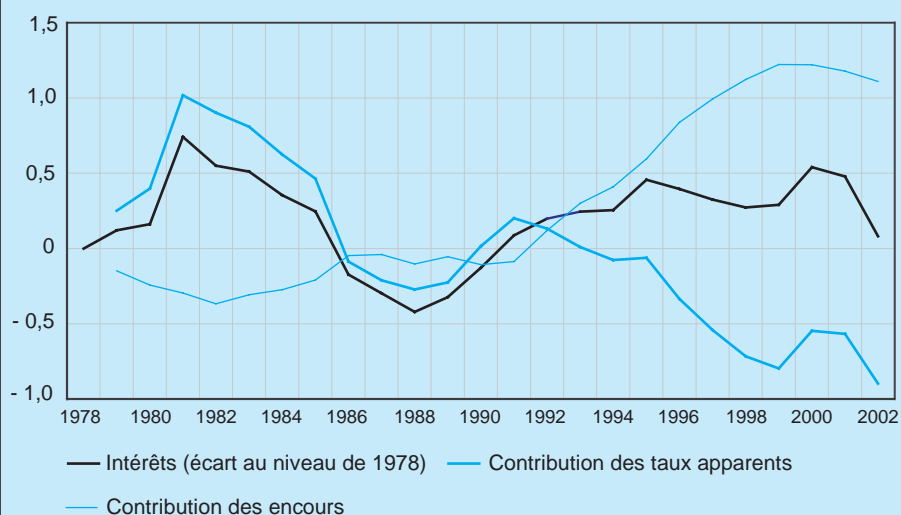
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



¹¹ Les taux d'intérêt apparents relatifs à l'actif des ménages et des entreprises sont minorés car leur calcul intègre la totalité de l'encours d'OPCVM alors qu'une part de ces titres est constituée d'actions donnant lieu à paiement de dividendes et non d'intérêts.

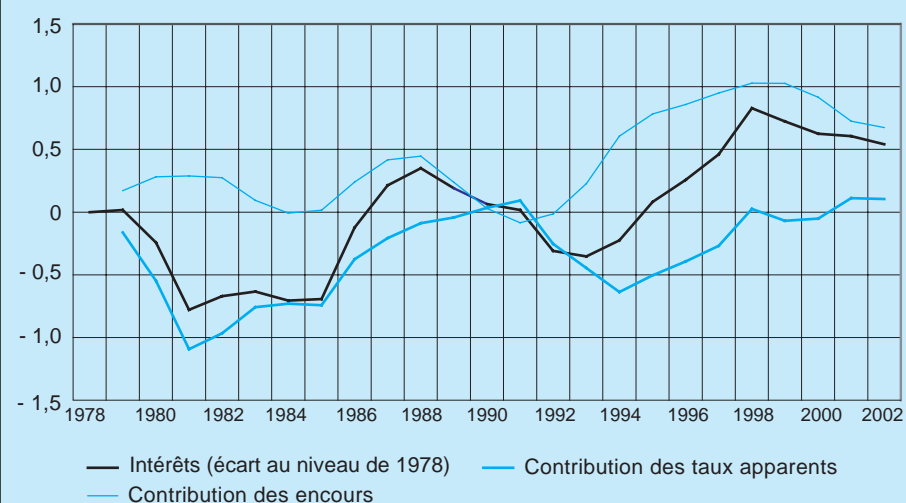
Contributions des taux apparents et des encours au solde des intérêts des ménages

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



Contributions des taux apparents et des encours au solde des intérêts des sociétés

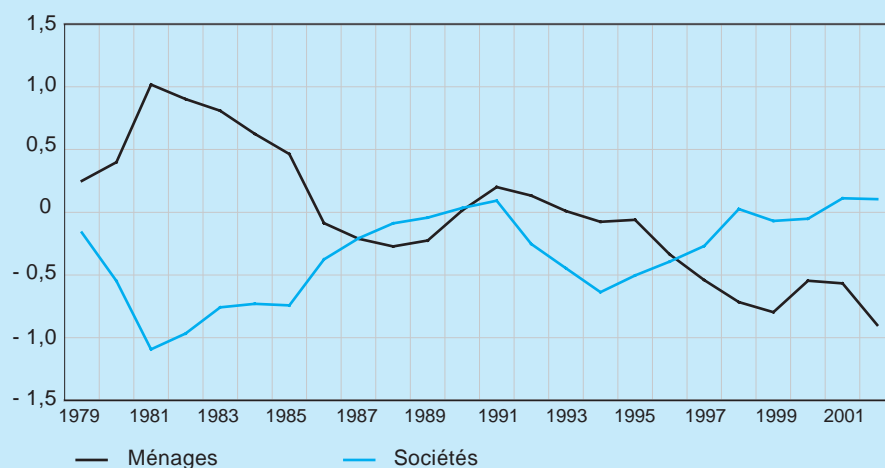
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



À partir de la récession de 1993, l'évolution des soldes d'intérêts ne reflète plus aussi étroitement que par le passé les fluctuations des taux apparents. En dépit de la baisse tendancielle des taux intervenue depuis lors, les intérêts nets reçus par les ménages ont peu varié du fait de la dynamique des encours. Les ménages ont en effet accru leurs placements et stabilisé leur dette. Le solde d'intérêts des sociétés s'est, en revanche, amélioré jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, avant de décliner sous l'influence prépondérante des encours et plus particulièrement de la dette, qui a fortement progressé avant de ralentir nettement en 2002.

Contributions des taux apparents au solde des intérêts des ménages et des sociétés

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



Depuis 1993, la baisse tendancielle des taux d'intérêt a pénalisé le solde des intérêts nets reçus par les ménages, structurellement créditeurs, de 0,9 point de PIB, mais amélioré de 0,6 point environ celui des sociétés, généralement débitrices.